

LE PAROLE DELL'ANNO

Ogni volta che la Terra completa la sua orbita intorno al Sole, i suoi abitanti avvertono l'urgenza di nuovi propositi e buone intenzioni, al termine del percorso di 946 milioni di chilometri in un'ellittica intorno alla sua stella, si verifica una insolita sovrabbondanza di almanacchi, oroscopi, vaticini, previsioni. Non fanno eccezione i mercati finanziari, dodici mesi fa anche i più ottimisti ritenevano che a fine anno le azioni avrebbero registrato al massimo guadagni a una sola cifra e si attendeva l'arrivo della recessione "più annunciata della storia"

San Giovanni Crisostomo, Vescovo e Dottore della Chiesa, diceva che il digiuno del corpo è cibo per l'anima. Per l'uomo di fede il digiuno è una prassi devozionale, per il laico è uno strumento terapeutico per liberare il corpo dagli eccessi alimentari e dall'accumulo di scorie. Un'idea non priva di fascino all'indomani di impegnativi percorsi gastronomici.

In questo periodo dell'anno l'abbondanza di cibo non è l'unico eccesso, non mancano analisi e previsioni che centri studi, agenzie, case di investimento, GAM compresa, elargiscono con munifica liberalità. La ricerca su Google delle parole "investment outlook 2024" restituisce quasi duecento milioni di risultati, l'eccesso di informazioni è sempre un ostacolo all'assunzione di buone decisioni.

Il digiuno è anche una forma di protesta non violenta e, forse, è la pratica che si dovrebbe adottare per difendersi dal profluvio di informazioni ed evitare il disorientamento.



Caravaggio (1571-1610), Buona Ventura (1597, Museo del Louvre, Parigi). "Quelli che vendono la conoscenza del futuro forniscono un bene che siamo tutti ansiosi di possedere, ma che nessuno possiede" scrive William A. Sherden nel suo "The Fortune Seller, The Big Business of Buying and Selling Predictions" (1998)

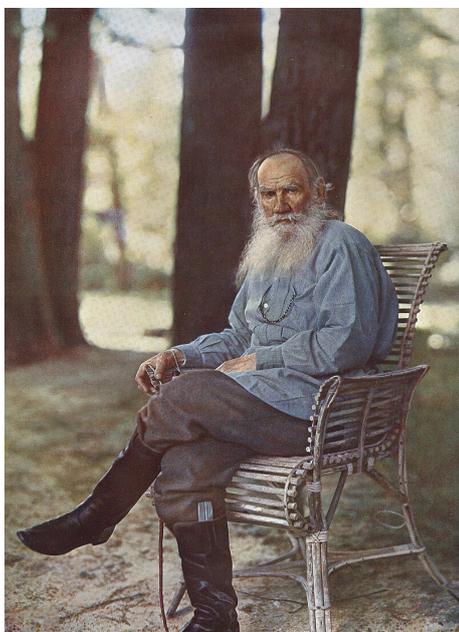
Ma è inevitabile, il completamento dell'orbita della Terra intorno al Sole ispira sempre, puntualmente, propositi e buone intenzioni, la fine del percorso di 946 milioni di chilometri del nostro pianeta in un'ellittica intorno alla sua stella coincide con la sovrabbondanza di almanacchi, oroscopi, vaticini, previsioni.



Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Buoni propositi e vaticini destinati a dissolversi con la Terra ancora al perielio, la minima distanza dal Sole, il 3 gennaio. Le previsioni, lo sanno bene i lettori di queste colonne, sono quasi sempre scritte sulla sabbia, un anno fa di questi giorni il Financial Times ammetteva l'errore previsivo dell'anno prima, quando aveva pronosticato che Putin non avrebbe invaso l'Ucraina. Una onesta ammissione pubblicata nel paginone con le previsioni per il 2023!

“Di tutte le forme di errore, la profezia è la più gratuita” diceva la scrittrice George Eliot e anche quando la previsione si rivela esatta, raramente si adottano comportamenti conseguenti. Nel 1932 la Marina americana aveva pianificato una esercitazione che prevedeva un attacco aereo a sorpresa su una base del Pacifico. Gli alti ufficiali della Marina avevano intuito di avere una vulnerabilità in quelle basi avanzate ma non fecero nulla al riguardo, si limitarono a sperare per il meglio.



“Nulla era pronto per la guerra che tutti si aspettavano” scrisse Lev Tolstoj a proposito della campagna napoleonica del 1812

Dodici mesi fa entravamo nel nuovo anno con l'inflazione che diminuiva lentamente e Powell che assicurava di “mantenere la rotta” fino a “lavoro concluso”. Le previsioni contemplavano la determinazione delle banche centrali a combattere l'aumento dei prezzi, il proseguimento del ciclo restrittivo dei tassi, rischi crescenti di recessione. Anche le prospettive di crescita a Wall Street erano grame, la previsione dei sondaggi di Bloomberg era molto conservativa, nel 2023 il listino americano sarebbe cresciuto di poco più del 6%, pronostico condizionato anche dall'effetto ancoraggio al pessimo risultato del 2022 appena concluso.

Lo sconquasso della Silicon Valley Bank, della Signature Bank e della First Republic Bank in marzo e la possibilità che il contagio potesse avviare una nuova crisi bancaria aumentavano la paura, l'atteggiamento prevalente era quello della cautela.

Più avanti nell'anno ci si è trovati nella brusca impennata dei rendimenti obbligazionari, il Treasury è stato prossimo al 5%, un livello non visto da quasi due decenni, sono crollati i corsi delle obbligazioni e delle azioni, tra luglio e fine ottobre la correzione dello S&P 500 ha sfiorato il 10%.

Poi la discesa dell'inflazione ha preso velocità, il mercato del lavoro ha dato segnali di raffreddamento e la pausa della Federal Reserve nel ciclo di inasprimento è sembrata la stazione di arrivo; le aspettative sono cambiate radicalmente, gli ultimi due mesi dell'anno hanno ampiamente riscattato le azioni e ricompensato gli obbligazionisti.

Sugli scudi, naturalmente, il settore tecnologico, una manciata di grandi società della tecnologia ha trascinato l'intero listino.



Performance del mercato azionario USA nel 2023. “Le azioni si sono poi imbattute in un’inaspettata sacca d’aria sotto forma di un improvviso e brusco crollo del mercato obbligazionario, che ha visto il rendimento del titolo del Tesoro statunitense a 10 anni balzare ai massimi di 17 anni, vicino al 5%. Tra il 31 luglio e il 27 ottobre, l’indice di mercato statunitense è sceso di poco più del 10%, entrando in territorio di correzione formale”. Fonte: Tom Lauricella, Lauren Solberg Morningstar.

In una sorta di simmetrica opposizione al pessimismo di dodici mesi fa, entriamo nel 2024 con una marcata inclinazione all’ottimismo. Nel gennaio 2023 si temeva l’atterraggio duro, oggi prevale l’ipotesi dell’atterraggio morbido, dei tagli aggressivi della Fed e dei rendimenti in calo. Il sondaggio periodico di Bank of America presso i gestori mette in evidenza le dimensioni della grande scommessa sulle obbligazioni, una delle maggiori degli ultimi vent’anni, il 61% del campione intervistato ha dichiarato di aspettarsi rendimenti in calo nel 2024.

Un consenso massiccio che all’inizio dell’anno dovrebbe indurre a qualche riflessione. In Guerra e Pace Tolstoj scrive “quale scienza può esistere in una materia in cui, come in tutte le questioni pratiche, nulla può essere determinato e tutto dipende da innumerevoli condizioni il cui significato si manifesta in un momento particolare, e nessuno può dire quando arriverà quel momento?”.

A noi, pratici più di mercati che di letteratura, l’elegante frase di Tolstoj sembra racchiuda ed esemplifichi decenni di letteratura finanziaria dedicata all’incertezza radicale. I molteplici esiti resi possibili delle “innumerevoli condizioni” che possono verificarsi in uno sconosciuto “momento particolare”, suggeriscono di non vincolarsi alle false sicurezze di una opinione forte e contemplare invece più scenari.

I primi giorni del nuovo anno finanziario sono stati sotto il segno del realismo, i tagli attesi della Fed sono passati da sette a cinque, i rendimenti sono saliti, i corsi azionari sono scesi, si è rafforzato il dollaro. L'inflazione è più o meno dove ci si aspettava che fosse e fa un po' meno notizia, l'attenzione si è spostata al mercato del lavoro, il dato dei nuovi occupati rilasciato venerdì scorso ha scosso la narrativa di fine anno.

In dicembre i 216.000 nuovi posti di lavoro creati hanno superato le attese di 168.000, probabilmente il dato verrà corretto al ribasso come nei due mesi precedenti, in ogni caso il mercato del lavoro non sembra spingere la Federal Reserve ad accelerare verso il primo taglio dei tassi. Anche l'inflazione salariale non aiuta, la retribuzione oraria media è aumentata dello 0,4% mese su mese e non mostra segni di rallentamento. Se con il mercato del lavoro dovessero "tenere" anche i consumi, non ci sarebbero le condizioni per una inversione a breve della politica monetaria, i mercati obbligazionari, molto ottimisti nelle ultime settimane dell'anno, dovranno riconsiderare la situazione.

FRANCESCO GUCCINI



"Vespero non si vede, si è offuscata, la punta dello stilo si è spezzata. Che oroscopo puoi trarre questa sera, mago?" (Bisanzio, di Francesco Guccini 1981). Le domande di Filemazio, "protomedico, matematico, astronomo, forse saggio", sono le stesse nostre domande in questo tempo inquieto nel quale l'orrore delle guerre, lo scontro tra culture, il cambiamento climatico, le disuguaglianze convivono con l'avanzamento economico, con il progresso della tecnologia e della scienza

In continuità con il 2023, anche nel nuovo anno saranno le dinamiche dell'inflazione e le mosse delle banche centrali a dare il ritmo ai mercati e, come canta De Gregori in Titanic, balleranno soprattutto "ai nuovi ritmi americani".

I verbali dell'ultima riunione della Fed segnalano che i tassi di interesse potrebbero essere al loro massimo e lasciano intravedere anche il possibile rallentamento nella riduzione del bilancio. Il rallentamento del "Quantitative Tightening" (i titoli acquistati massicciamente negli anni scorsi vengono lasciati scadere e non ne vengono acquistati di nuovi) costituirebbe un fattore positivo per il mercato obbligazionario: la riduzione del bilancio in fase con le grandi aste del Tesoro nei mesi scorsi aveva alimentato la volatilità, un suo rallentamento potrebbe anche evitare il ripetersi della crisi nel mercato dei pronti contro termine del 2019, quando i tassi dei finanziamenti a breve balzarono in alto dopo un improvviso calo delle riserve.

Ma, di nuovo, se alcuni analisti scommettono sulla fine del QT entro l'estate, altri sono più cauti e tengono in considerazione che la banca centrale americana deve gestire soprattutto l'uscita da uno storico ciclo di inasprimento monetario.

L'ampiezza dei movimenti dei rendimenti del 2023 potrebbe dunque continuare nel 2024; nei portafogli sono tornate, a buon diritto, le obbligazioni di qualità a lunga scadenza nella prospettiva di un calo dei rendimenti ma è bene essere preparati alla fragilità delle aspettative e, come nell'anno appena trascorso, al veloce cambiamento delle narrazioni. Il mercato sconta tagli aggressivi dei tassi ma ciò che farà davvero la Fed è tutt'altra cosa.

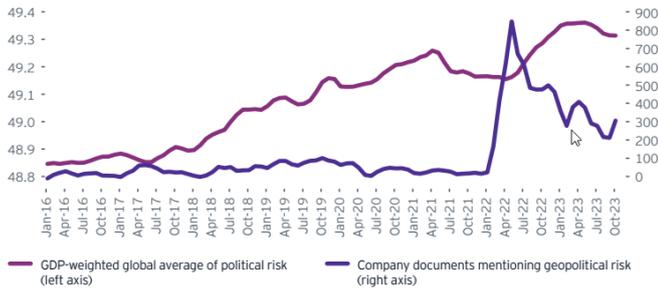
2024, super-ciclo elettorale

La volatilità dei mercati sarà alimentata anche dal grande ciclo elettorale globale del 2024. Andranno alle urne oltre quattro miliardi di persone, circa il 54% della popolazione mondiale, 76 paesi che rappresentano quasi il 60% del PIL globale. Saranno vere e libere elezioni in 43 paesi. La polarizzazione e le tendenze nazionaliste e populiste in corso da anni complicano il quadro politico generale e avranno implicazioni a lungo termine per i singoli paesi, per le alleanze sovranazionali, per lo scenario economico globale, per le politiche di contrasto al riscaldamento del pianeta.

Il super ciclo elettorale comincerà in gennaio a Taiwan, la posta in gioco è naturalmente il rapporto con la Cina che ritiene la riunificazione con l'isola "storicamente inevitabile". Le elezioni più grandi si terranno in primavera in India, paese con 1,4 miliardi di abitanti, ma quelle più importanti saranno le presidenziali negli Stati Uniti.

Trump guadagna consensi nei sondaggi, la sua eventuale affermazione, per l'Economist il "pericolo più grande del 2024", cambierebbe radicalmente le prospettive della guerra in Ucraina e in Medio Oriente, le relazioni con i paesi europei e con la Nato. Con Trump tornerebbe il protezionismo, ha già parlato di un aumento dei dazi al 10%, si farebbero passi indietro nella lotta al riscaldamento globale

GDP-weighted global average of political risk; mentions of geopolitical risk in companies’ event transcripts



Note: The terms included in the count of company event transcripts include geopolitical risk(s), geopolitical, geopolitics and political risk(s). This data is presented as a rolling three-month average.

Le menzioni della geopolitica e del rischio politico nei documenti pubblici delle aziende sono aumentate del 600% nel 2022 e sono rimaste elevate nel 2023. Fonte: 2024 Geostrategic Outlook, Ernst & Young.

Il super-ciclo elettorale globale aumenta la complessità dello scenario geopolitico, Stati Uniti, Cina e Unione Europea sono le tre grandi aree economiche che continueranno a condizionare lo scenario ma stanno emergendo nuovi gruppi di paesi e inedite alleanze. I paesi ricchi di risorse saranno più influenti: India, Arabia Saudita, Turchia, Sudafrica e Brasile stanno acquisendo una crescente influenza sull’agenda internazionale.

Le parole dell’anno

Delle “parole dell’anno” commentate nel primo numero dell’Alpha e il Beta del 2023, un paio possono valere anche nel 2024: pragmatismo e semplicità.

Il pragmatismo rimandava al necessario controllo delle emozioni e, tra tutte, dell’emozione più potente che è la paura. La paura è un’emozione primaria che ha consentito l’evoluzione di uomini e animali, l’esperienza del pericolo affina le reazioni per la sopravvivenza. Però, ricordavamo, quando si tratta di investimenti bisogna distinguere le paure “giuste” dalle paure “sbagliate”. La paura induce a non rischiare e, ad esempio, a tenere ampie porzioni di risparmio in liquidità, scelta che nel lungo periodo si rivela fallace.



“Mete facilmente raggiungibili si rivelano poco soddisfacenti perché si perdono le occasioni che i mercati offrono nei tempi lunghi” scrive l’amico Paolo Legrenzi nel suo “A tu per tu con le nostre paure” (Il Mulino 2019)

L’altra parola del 2023 era “semplicità”. Semplicità non nel senso di faciloneria o di “farla facile”, nella gestione dei risparmi non esistono scorciatoie: nel gennaio 2021 ci fu la storia “prima felice poi dolentissima e funesta” degli investitori di Gamestop, in gran parte giovani con scarsa dimestichezza con i bilanci delle società o con le analisi dei flussi di cassa attualizzati, ma pensavano che la volatilità fosse una buona occasione di divertimento.

Al contrario, semplicità significa prepararsi a qualsiasi evenienza, entriamo in un anno in cui, come sempre, non sappiamo cosa accadrà ma sappiamo che qualcosa accadrà. Semplicità è ricordare che nel lungo periodo la superiorità dell’investimento azionario è formalizzata nella “costante” di Jeremy Siegel, semplicità è ricordare quello che diceva Graham, che “il peggior nemico dell’investitore è lui stesso”.

La terza parola del 2024 potrebbe essere “multi-asset”.

I portafogli bilanciati multi-asset sono stati randellati nel 2022 dalle cattive performance di azioni e obbligazioni, battuti nel 2023 dalla performance concentrata delle azioni, il 2024 potrebbe essere l’anno del riscatto, del ritorno del valore della diversificazione, efficace antidoto contro l’incertezza.

Il ciclo di rialzi dei tassi è probabilmente terminato ma la cabala dei tagli attesi è appena iniziata e, come ricordavamo sopra, se consumi e mercato del lavoro negli USA resistono, i tassi potrebbero restare alti più a lungo di quanto si pensi oggi. Sono tornati i rendimenti reali, l’inflazione in discesa e la fine dei rialzi dei tassi dovrebbero generare rendimenti più bassi, le obbligazioni tornano preferibili alla liquidità.

Le condizioni finanziarie stanno tornando verso la normalità dopo due decenni di politiche monetarie straordinarie che hanno schiacciato i rendimenti obbligazionari. A rendimenti più alti corrispondono premi al rischio delle azioni ai minimi storici, almeno negli Stati Uniti. Ma se consideriamo l'effetto concentrazione, e togliamo le Big Seven dall'indice, anche le valutazioni azionarie appaiono in linea con la loro media.

In definitiva, il portafoglio multi-asset si presenta con le carte in regola per gestire le aree di incertezza che abbiamo ricordato e fare leva sulle condizioni finanziarie che si stanno delineando:

1. si attenuano le pressioni sui prezzi, le banche centrali si apprestano a invertire la rotta delle politiche monetarie, la liquidità smette di essere una possibile opzione;
2. le obbligazioni sono tornate competitive; la crisi delle banche regionali negli Stati Uniti e la vicenda del Credit Suisse sono stati duri colpi alle obbligazioni societarie e subordinate tornate a loro volta attraenti;
3. prosegue il momento favorevole delle azioni sostenute dall'ipotesi dell'atterraggio morbido, dal contesto dei tassi e dalle prospettive degli utili, i settori favoriti sono ancora la tecnologia e il lusso (megatrend).

“Trovare l'alba dentro l'imbrunire”, cantava Franco Battiato. L'immagine poetica e surreale tiene assieme l'alba, simbolo di un nuovo inizio, e l'imbrunire, simbolo della fine, portatore di oscurità. L'imbrunire è nel tempo denso di incognite di cui siamo testimoni, le sfide si fanno tanto più indecifrabili quanto più aumentano i rischi geopolitici, l'alba è l'ottimismo della volontà che riconosce l'urgenza di gestire con creatività e intelligenza le sfide del 2024, le più importanti la ricerca della pace nei territori martoriati dalle guerre e il contrasto al cambiamento climatico.

Gli investitori terranno d'occhio le grandezze economiche, le parole e le opere delle banche centrali con il pragmatismo dei piedi ben piantati nella concretezza, con la semplicità di chi sa esercitare la virtù della pazienza, con la diversificazione più ampia dei portafogli.

Buon anno a tutte e a tutti!



Gianfranco Livraghi (1927-2014) “Innamorarsi della semplicità è un'esperienza affascinante, è uno dei modi più efficaci per coltivare l'intelligenza, migliorare la nostra vita e quella degli altri”

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.